

## Havacılık Sektörünün Tam Kapsamlı Teknoloji Ortağı

▪ **Hitit Bilgisayar <HTTBT TI> için hedef fiyatımızı %49 yükselişe işaret eden 67 TL/hisse olarak belirlerken, tavsiyemizi “AL” olarak paylaşıyor ve araştırma kapsamımıza dahil ediyoruz. Hitit’i; i) modern ve teknolojik ürün portföyü, ii) ADS kanalında büyüme hedefleri, iii) stratejik işbirlikleri ve inovasyonu, iv) döviz bazlı gelir yapısı, v) güçlü, genişleyen müşteri portföyü ve vi) sektördeki lider konumu sayesinde ön plana çıkmasını bekliyoruz. Şirket, 2025T göre 32,1x F/K ve 18,5x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir.**

▪ **Modern ve teknolojik ürün portföyü.** Hitit, Avrupa ve Afrika’nın ikinci, dünyanın ise üçüncü en büyük havacılık teknolojileri firmalarından biridir. Ulusal ve uluslararası havacılık ve seyahat endüstrisine “Crane” markalı yazılım çözümleri üretmekte, geliştirmekte ve müşterilerine "Hizmet Olarak Yazılım" ("SaaS") modelinde sunmaktadır. Şirket, Crane markası adı altında, yolcu hizmet sistemleri (PSS), operasyonel planlama, seyahat çözümleri, turizm portal çözümleri, kargo ve muhasebe yazılım çözümleri sunmaktadır. Hitit, gerçekleştirdiği entegre çözümler sayesinde ürün ve servislerini, tüm farklı havayolu iş modellerine uyumlu bir şekilde sunabilmektedir. Crane adı altında toplanan ve “Tek Noktadan Hizmet” olarak tabir edilen iş modeli sayesinde Hitit, müşterilerinin iş süreçlerinin sadeleşmesini, ürün ve hizmetlerin uyumlu çalışması sayesinde sinerji yaratımını ön plana çıkarmaktadır. Bu iş modeli, Hitit’i küresel diğer büyük rakipleri olan Sabre ve Amadeus’un klasmanına dahil olmasını sağlarken, geleneksel iş modeli dışında kalan “low cost” ve “hibrit” esnek iş modellerine uyumu sayesinde rekabet avantajıyla ön plana çıkarmaktadır. Hitit, rakiplerinin ancak satın alma yoluyla rekabet edebildiği ve bu durumda bile tam entegre çözüm sağlayamadıkları yazılım teknolojilerini, tek bir çatı altında, düşük maliyetli, esnek, modern ve yüksek teknolojiyle müşterilerine sunarak rakiplerinden ayırmaktadır. Hitit’in önümüzdeki süreçte güçlü teknolojik altyapısı, esnek ve modern iş modeli sayesinde partner kazanımlarına hız kesmeden devam etmesini bekliyoruz.

▪ **Güçlü havayolu yolcu trafiği ve ADS iş kolu finansal performansta yukarı yönlü potansiyeli destekliyor.** Pandemi sonrası artan havayolu yolcu trafiği Hitit’in gelirlerini destekledi. Hitit’in gelirlerinin yaklaşık %65’inin yolcu trafiğine bağlı olduğunu düşündüğümüzde sektördeki görünüm ve yenilikler finansal performans üzerinde doğrudan bir etkiye sahip. Uluslararası Hava Taşımacılığı Birliği (IATA) verilerine göre, küresel havacılık sektörünün 2025 yılında 5,2 milyar yolcuya hizmet vermesi ve yakın gelecekte yolcu trafiğindeki artışın, devam eden talep ve gelişmekte olan önemli ekonomilerdeki havayolu operasyonlarının genişlemesiyle desteklenen bu yörengiyi takip etmesi bekleniyor. Ayrıca, şirketin stratejik girişim alanı olan ADS’nin (Acente Dağıtım Sistemi) yüksek birim katkısı ve büyüme potansiyelini göz önünde bulundurarak finansal performansta yukarı yönlü eğilimin devam edebileceğini düşünüyoruz. Kuveyt Türk Yatırım Araştırma olarak, Hitit’in 2025-2030 yılları arasında net satış gelirlerinin yıllık bileşik (CAGR) %33,8 büyümesini ve 2030 yılında 200 milyon dolar eşğine ulaşmasını tahmin ediyoruz.

▪ **Hitit’i <HTTBT TI> 67 TL/hisse hedef fiyat ile araştırma kapsamımıza alıyoruz.** Hitit <HTTBT TI> için hedef fiyatımızı %49 yükselişe işaret eden 67 TL/hisse olarak belirlerken, tavsiyemizi “AL” olarak paylaşıyor ve araştırma kapsamımıza dahil ediyoruz. Hitit değerlemesinde dolar bazlı indirgenmiş nakit akımları (INA) analizi yöntemini kullandık. Hitit’in, Aralık 2024’ten bu yana BIST Katılım Endeksinde yer aldığını hatırlatmak isteriz.

▪ **Riskler.** i) Jeopolitik riskler, ii) salgın hastalıkların artış göstermesi, iii) zayıf turizm sezonu, iv) hızla değişen teknolojik yenilikler, v) siber saldırılar ve vi) personel maliyetlerindeki olası yüksek artışlar olarak sıralanabilir.

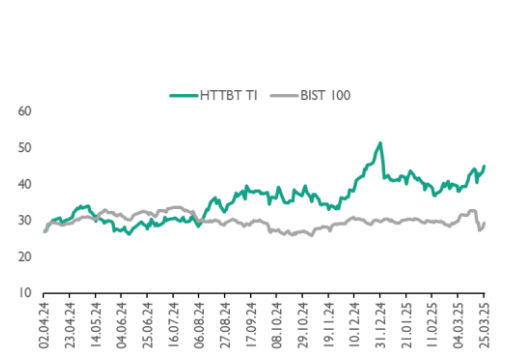
Piyasa Bilgileri	
Bloomberg Kodu	HTTBT TI
Tavsiye	AL
Hedef Fiyat (TL/hisse)	67.0
Kapanış (TL/hisse)	45.1
Yükseliş Potansiyeli (%)	49%
Piyasa Değeri (milyon TL)	13,524
Piyasa Değeri (milyon USD)	357
Firma Değeri (milyon TL)	13,283
Sermaye (milyon TL)	300
Halka Açıklık Oranı (%)	26.59

Tahminler, USDmn	2024	2025T	2026T
Net Satış Gelirleri	34	47	64
Büyüme (%)	34%	36%	36%
FAVÖK	14	19	26
Büyüme (%)	41%	37%	38%
Net Kar	8	11	15
Büyüme (%)	43%	31%	36%

Karlılık (%)	
FAVÖK Marjı	40%
Net Kar Marjı	25%

Borçluluk	
Net Borç	-12
Net Borç /FAVÖK	-0.9

Değerleme Çarpanları	
F/K	51.6
FD/FAVÖK	31.3



**Analist**

**Muhammet Çakmak**

[muhammet.cakmak@kuveytturkiyatirim.com.tr](mailto:muhammet.cakmak@kuveytturkiyatirim.com.tr)



## Finansal Görünüm – USD

milyon USD	2023	2024	2025T	2026T
<b>Gelir Tablosu</b>				
<b>Net Satış Gelirleri</b>	<b>25.6</b>	<b>34.2</b>	<b>46.6</b>	<b>63.6</b>
Brüt Kar	12.5	16.5	22.6	31.0
Operasyonel Giderler	7.0	9.1	12.3	16.6
FVÖK	5.5	7.4	10.3	14.4
Amortisman	4.2	6.3	8.6	11.7
<b>FAVÖK*</b>	<b>9.7</b>	<b>13.7</b>	<b>18.9</b>	<b>26.1</b>
Diğ. Gelir/Gider (net)	0.4	0.1	0.1	0.1
Yat. Fal. Gel. (net)	3.5	1.9	2.1	2.3
Finansal Gelir/Gider (net)	(2.1)	(0.8)	(0.8)	(0.9)
<b>Vergi Öncesi Kar/Zarar</b>	<b>7.2</b>	<b>8.7</b>	<b>11.7</b>	<b>16.0</b>
Vergi (-)	(1.3)	(0.2)	(0.6)	(0.8)
<b>Net Kar</b>	<b>5.9</b>	<b>8.5</b>	<b>11.1</b>	<b>15.2</b>

Bilanço	2023	2024	2025T	2026T
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>25.2</b>	<b>25.7</b>	<b>33.2</b>	<b>42.2</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	7.4	8.6	10.3	10.5
Finansal Yatırımlar	8.4	3.7	4.8	6.2
Ticari Alacaklar	6.3	9.6	12.8	17.4
Diğer Dönen Varlıklar	3.1	3.8	5.3	8.0
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>33.6</b>	<b>48.5</b>	<b>65.0</b>	<b>85.1</b>
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>59</b>	<b>74</b>	<b>98</b>	<b>127</b>
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>5.2</b>	<b>10.8</b>	<b>16.3</b>	<b>23.8</b>
Finansal Borçlar	0.0	0.0	0.0	0.0
Ticari Borçlar	2.4	2.6	4.0	5.3
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	2.8	8.2	12.3	18.5
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>2.7</b>	<b>3.9</b>	<b>5.9</b>	<b>6.2</b>
Finansal Borçlar	0.0	0.0	0.0	0.0
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	2.7	3.9	5.9	6.2
<b>Toplam Yükümlülükler</b>	<b>8</b>	<b>15</b>	<b>22</b>	<b>30</b>
<b>Özkaynaklar</b>	<b>50.9</b>	<b>59.4</b>	<b>76.0</b>	<b>97.3</b>
Ödenmiş Sermaye	128	300	300	300
<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>59</b>	<b>74</b>	<b>98</b>	<b>127</b>

Nakit Akım Tablosu	2023	2024	2025T	2026T
FVÖK	5.5	7.4	10.3	14.4
Amortisman	4.2	6.3	8.6	11.7
İşletme sermayesindeki değişim	0.8	3.1	1.9	3.2
Vergi	(1.3)	(0.2)	(0.6)	(0.8)
<b>Yatırım harcaması</b>	<b>11</b>	<b>20</b>	<b>14</b>	<b>18</b>
<i>Yatırım harcaması/net satış geliri</i>	<i>42%</i>	<i>58%</i>	<i>30%</i>	<i>28%</i>
<b>Serbest nakit akışı</b>	<b>-3</b>	<b>-9</b>	<b>2</b>	<b>4</b>
<i>Serbest nakit akışı/net satış geliri</i>	<i>-12%</i>	<i>-28%</i>	<i>5%</i>	<i>7%</i>

Büyüme	2023	2024	2025T	2026T
Net satış gelirleri	36%	34%	36%	36%
Brüt Kar	22%	33%	37%	37%
FVÖK	17%	36%	38%	40%
FAVÖK	22%	41%	37%	38%
Net kar	66%	43%	31%	36%

Marjlar	2023	2024	2025T	2026T
Brüt Kar Marjı	49%	48%	48%	49%
Esas Faaliyet Kar Marjı	21%	22%	22%	23%
FAVÖK Marjı	38%	40%	40%	41%
Net Kar Marjı	23%	25%	24%	24%
Net Borç	-16	-12	-15	-17
Net borç /FAVÖK (x)	-1.6	-0.9	-0.8	-0.6
Net borç /Özsermaye (x)	-0.3	-0.2	-0.2	-0.2

Değerleme Çarpanları	2023	2024	2025T	2026T
F/K (x)	41.6	51.6	32.1	23.5
FD/FAVÖK (x)	24.1	31.3	18.5	13.4
FD/S (x)	9.1	12.6	7.5	5.5
Temettü verimi	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

\* FAVÖK = (Brüt Kar - Operasyonel Giderler + Amortisman)

\*\* Net Borç = Toplam Borç - (Nakit ve Nakit Benzerleri + Finansal Yatırımlar)

Kaynak: Hitit, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri



## Finansal Görünüm – TL

milyon TL	2023	2024	2025T	2026T
<b>Gelir Tablosu</b>				
<b>Net Satış Gelirleri</b>	<b>609</b>	<b>1,122</b>	<b>2,089</b>	<b>3,114</b>
Brüt Kar	296	542	1,011	1,520
Operasyonel Giderler	166	297	549	813
FVÖK	130	244	462	707
Amortisman	101	206	384	573
<b>FAVÖK*</b>	<b>231</b>	<b>451</b>	<b>845</b>	<b>1,280</b>
Diğ. Gelir/Gider (net)	10	2	4	5
Yat. Fal. Gel. (net)	82	64	96	115
Finansal Gelir/Gider (net)	-50	-25	-38	-45
<b>Vergi Öncesi Kar/Zarar</b>	<b>172</b>	<b>285</b>	<b>524</b>	<b>782</b>
Vergi (-)	-40	-8	-26	-39
<b>Net Kar</b>	<b>132</b>	<b>277</b>	<b>498</b>	<b>743</b>

Bilanço	2023	2024	2025T	2026T
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>742</b>	<b>905</b>	<b>1,487</b>	<b>2,067</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	218	302	460	515
Finansal Yatırımlar	247	130	215	306
Ticari Alacaklar	184	338	572	853
Diğer Dönen Varlıklar	92	135	239	393
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>988</b>	<b>1,711</b>	<b>2,911</b>	<b>4,172</b>
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>1,730</b>	<b>2,616</b>	<b>4,399</b>	<b>6,239</b>
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>152</b>	<b>382</b>	<b>729</b>	<b>1,167</b>
Finansal Borçlar	0	167	0	0
Ticari Borçlar	71	92	177	262
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	81	122	552	905
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>81</b>	<b>139</b>	<b>265</b>	<b>304</b>
Finansal Borçlar	0	24	0	0
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	81	115	265	304
<b>Toplam Yükümlülükler</b>	<b>233</b>	<b>521</b>	<b>994</b>	<b>1,472</b>
<b>Özkaynaklar</b>	<b>1,497</b>	<b>2,095</b>	<b>3,405</b>	<b>4,767</b>
Ödenmiş Sermaye	128	300	300	300
<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>1,730</b>	<b>2,616</b>	<b>4,399</b>	<b>6,239</b>

Nakit Akım Tablosu	2023	2024	2025T	2026T
FVÖK	130	244	462	707
Amortisman	101	206	384	573
işletme sermayesindeki değişim	56	132	83	159
Vergi	-40	-8	-26	-39
<b>Yatırım harcaması</b>	<b>256</b>	<b>651</b>	<b>627</b>	<b>872</b>
Yatırım harcaması/net satış geliri	42%	58%	30%	28%
<b>Serbest nakit akışı</b>	<b>-121</b>	<b>-341</b>	<b>109</b>	<b>210</b>
Serbest nakit akışı/net satış geliri	-20%	-30%	5%	7%

Büyüme	2023	2024	2025T	2026T
Net satış gelirleri	96%	84%	86%	49%
Brüt Kar	75%	83%	87%	50%
FVÖK	68%	88%	89%	53%
FAVÖK	76%	95%	88%	51%
Net kar	126%	109%	80%	49%

Marjlar	2023	2024	2025T	2026T
Brüt Kar Marjı	49%	48%	48%	49%
Esas Faaliyet Kar Marjı	21%	22%	22%	23%
FAVÖK Marjı	38%	40%	40%	41%
Net Kar Marjı	22%	25%	24%	24%
Net Borç	-465	-241	-676	-821
Net borç /FAVÖK (x)	-2.0	-0.5	-0.8	-0.6
Net borç /Özsermaye (x)	-0.3	-0.1	-0.2	-0.2

Değerleme Çarpanları	2023	2024	2025T	2026T
F/K (x)	41.6	51.6	32.1	23.5
FD/FAVÖK (x)	24.1	31.3	18.5	13.4
FD/S (x)	9.1	12.6	7.5	5.5
Temettü verimi	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

\* FAVÖK = (Brüt Kar - Operasyonel Giderler + Amortisman)

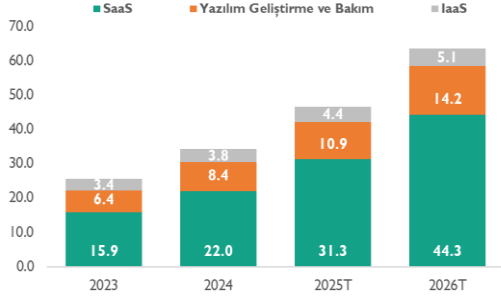
\*\* Net Borç = Toplam Borç - (Nakit ve Nakit Benzerleri + Finansal Yatırımlar)

Kaynak: Hitit, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri

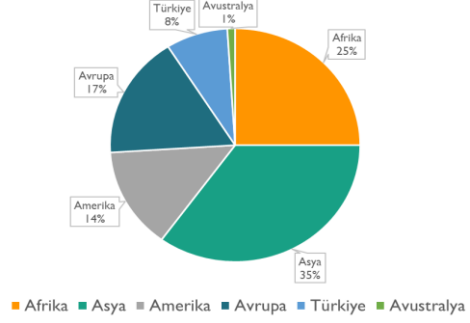


## Grafikler

**Grafik 1: Gelir Kırılımı (milyon dolar)**

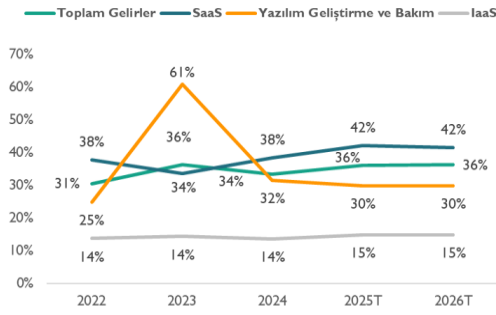


**Grafik 2: Partner Sayısı Coğrafi Kırılımı**

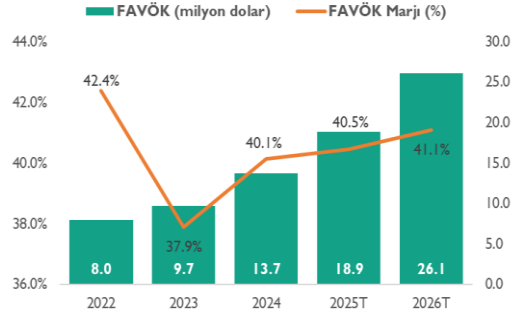


Kaynak: Hitit, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri

**Grafik 3: Gelirlerin Büyümesi (%)**

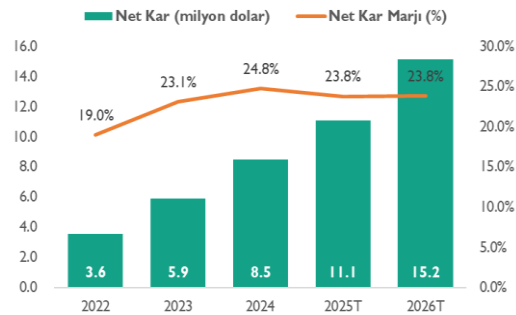
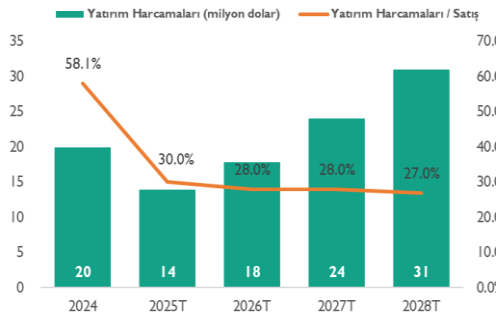


**Grafik 4: FAVÖK ve FAVÖK Marjı (%)**



Kaynak: Hitit, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri

**Grafik 5: Yatırım Harcamaları ve Yatırım/Net Satış (%)** **Grafik 6: Net Kar ve Net Kar Marjı (%)**



Kaynak: Hitit, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri



## Yatırım Teması

**Esnek, modern ve teknolojik ticari iş modeli.** Hitit, dünyanın 3. en büyük havacılık teknolojileri firmalarından biridir. Şirket, yıllar içinde yaptığı yatırım ve AR-Ge çalışmalarıyla portföyündeki ürün ve hizmetleri Crane markası altında toplamıştır. Hitit, müşterilerine Crane markası adı altında yolcu hizmet sistemleri (PSS), operasyonel planlama, seyahat çözümleri, turizm portal çözümleri, kargo ve muhasebe yazılım çözümleri sunmaktadır.

Hitit'in Crane markası altında sunduğu çözümler, havayolu ve seyahat sektörünün tüm operasyonlarını kapsarken modern ve entegre çözümler sunarak rakiplerinden ayrılmaktadır. Farklı müşteri türleri ve iş isteklerinin tamamını tek bir ürün portföyüyle aynı anda karşılayabilme kabiliyeti, Hitit'i rakiplerinden daha avantajlı konuma getirmektedir. Bu iş modeli, partnerlerin iş süreçlerini sadeleştirmeyi, ürün ve hizmetlerin birbiriyle uyumlu çalışmasını sağlarken, tüm ihtiyaçların daha görünür olması nedeniyle olası sorunların daha net anlaşılıp çözümlenmesine katkı sağlamaktadır.

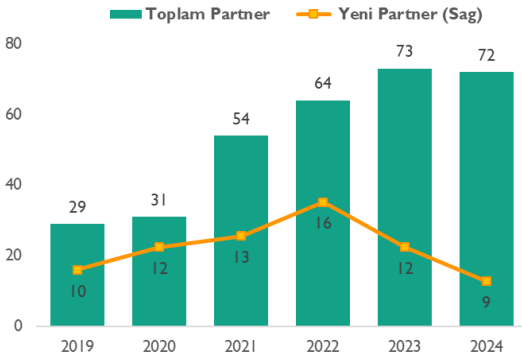
Pandemi sonrasında havacılık sektörü için yazılım çözümlerinin etkin, esnek ve uygun maliyetli olması önemli hale gelmiştir. Pandemi sürecinde geleneksel teknolojik çözüm sağlayanlar, krizin etkisiyle uçuş değişiklikleri ve rezervasyon iptalleri ile mücadele eden ve maddi anlamda dar boğazda olan havayolu şirketlerinden ayrıca sistem kullanım ücretleri talep etmişlerdir.

Hitit'in halihazırda esnek, modern ve teknolojik ticari modeli, partnerlerinin iş hacimleriyle organik bir bağ kuracak şekilde kurgulandığından dolayı bu dönemde partnerleriyle ilişkileri güçlenmiş ve daha kolay destek sağlamıştır. Sektörün krizde olduğu ve kan kaybettiği 2020 yılında Hitit, esnek, modern ve teknolojik modeli sayesinde 12, 2021 yılında ise 13 partner kazanımı ile müşteri portföyünü büyütmeyi başardı.

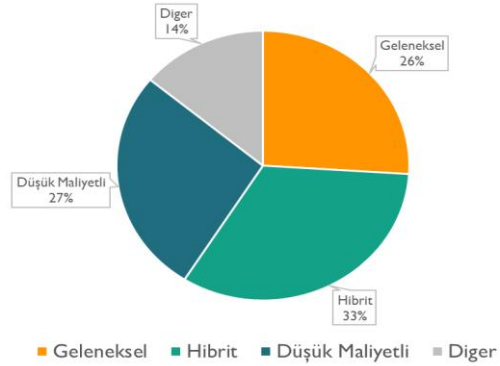
Farklı havayolu şirket türleri ve satış kanalları için yeni ürünler sunma esnekliği ve değişen IATA standartlarına hızlı entegrasyonu, Hitit'in son ihale süreçlerindeki konumunu güçlendirmede etkili oluyor. 2024 yılını 9 yeni partner kazanımıyla toplam 50 ülke ve 6 kıtada hizmet sağlayan Hitit'in önümüzdeki süreçte güçlü teknolojik altyapısı, esnek ve modern iş modeli sayesinde partner kazanımlarına hız kesmeden devam etmesini bekliyoruz.

Sektörde 2030'a kadar küçük ve büyük ölçekli yaklaşık 100'ün üzerinde ihalenin gerçekleşmesi bekleniyor. Hitit'in Afrika ve Avrupa'da 2. ve dünyada 3. en büyük havayolu rezervasyon sistem sağlayıcısı olması, IATA teknolojilerine kolay entegrasyonu ve esnek iş modeli sayesinde planlanan ihalelerden partner kazanabileceğini düşünüyoruz. Hitit açısından ilk büyük ihalenin (tier-1) 2026 – 2027 yılları arasında gerçekleşmesi beklendiğini söyleyebiliriz. Hitit'in henüz büyümekte olan bir şirket yapısında olduğunu düşündüğümüzde yeni müşteri kazanımlarında dalgalanmalar olabileceğini ancak güçlü ve teknolojik altyapısı sayesinde bu riskin üstesinden gelebileceğini tahmin ediyoruz.

Grafik 7: Partner Gelişimi



Grafik 8: Partnerlerin İş Modeli



Kaynak: Hitit, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri



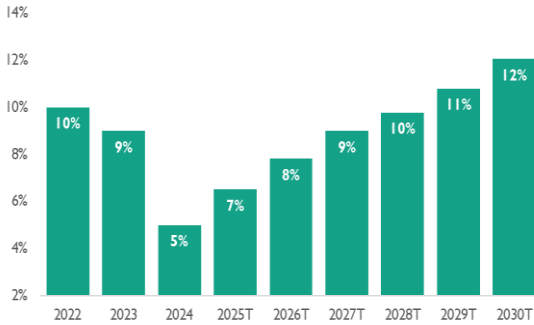
## Yatırım Teması

**Yüksek birim katkısı ve büyüme potansiyeli ADS'yi ön plana çıkarıyor.** Uygulama Kullanım Hasılatı (SaaS – Software as-a Service) Hitit gelirlerinin yaklaşık %65'ini ve şirketin ana gelir kalemini oluşturmaktadır. SaaS iş modeli, yazılım çözümlerinin kullanılmasından kaynaklanan ve kullandıkça öde esasına dayalı bir yazılım çözüm hizmetidir. Bu model, şirketin en önemli gelir kalemi olan Yolcu Hizmet Sistemleri (PSS) ve Acente Dağıtım Sistemi (ADS) üzerine kurulmuştur. SaaS iş modeli, havayollarının yolcularına uçuşları için rezervasyon ve bilet satmasını, satış kanallarını yönetmesini, ek hizmetler sunmasını, yapılan bilet satışlarına uyarınca yolcunun havalimanında, (örneğin bagaj gibi) ek işlemlerinin yapılmasını ve yolcunun uçağa kabulünü kapsamakta ve bu akışla ilgili çeşitli planlama, otomasyon, raporlama ve takip işlevleri sunmaktadır.

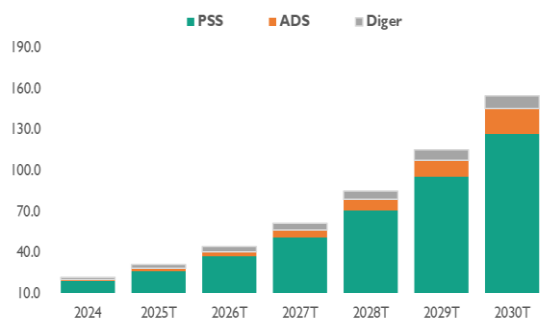
SaaS modeli, yüksek başlangıç yatırımı yapmadan, yıllık abonelik sistemleriyle her müşteriye aylık gerçekleşen işlemler bazında fatura düzenlenmekte ve ödeme avantajı sağlamaktadır. Sözleşmelerin süresi ortalama 5 yıldır. Şirket, SaaS iş modeli içinde ağırlıklı olarak rekabetçi olduğu yolcu hizmet sistemleri (PSS) dışında, dağıtım tarafında ana rakipleri Amadeus ve Sabre'de mevcut olan GDS sisteminin modern versiyonu olan Acente Dağıtım Sistemi (ADS) kolunda büyümeyi önceliklendirmiştir. Küresel ADS pazarı, Covid-19 sonrası büyük ölçüde seyahat endüstrisinin toparlanmasına bağlı olarak büyümeye devam ediyor. Amadeus ve Sabre gibi büyük küresel dağıtım sistemleri (GDS) şirketlerinin elinde tuttuğu pazara Hitit, dijitalleşme, içerik çeşitlendirmesi ve yapay zeka tabanlı çözümlerle güçlü bir alternatif sunarak, sektörde fark yaratacak bir inovasyonla yerini almayı hedefliyor.

Hitit, Acente Dağıtım Sistemi (ADS) projesinde bir yandan teknolojik iyileştirme ve geliştirmelere devam ederken, diğer yandan hem acente satış kanalı hem de seyahat içerik tedarikçisi cephelerinde yeni sözleşmeler imzalanmaktadır. Bu hedefler doğrultusunda, geçtiğimiz dönem imzalanan THY içerik anlaşmasına ek olarak, Aralık 2024'ten bu yana 3 havayolu şirketi (APG Airlines, Sunrise Airways ve Pegasus) ile ADS sözleşmesi imzalanmıştır. Halihazırda Hitit'in yazılım çözümlerini kullanan bir partner olan APG Network, bünyesinde 170 ülkeden 200 havayolu bulunan bir havayolu ağı olarak ADS içerik ve erişim kapsamına ciddi katkı yapma potansiyeli taşımaktadır. Sektörde Asya-Pasifik, en büyük büyüme potansiyeline sahip pazar olarak görülürken, Kuzey Amerika ve Avrupa ise iş seyahati ve premium hizmetler açısından önemli pazarlar olmaya devam ediyor.

Grafik 9: SaaS İçerisinde ADS'nin Payı (%)



Grafik 10: SaaS Gelir Kırılımı



Kaynak: Hitit, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri

Hitit, 2024 yılını yıllık %34 büyüme ile 34,2 milyon dolar net satış geliri ile tamamlarken, satışların %64'ü SaaS gelirlerinden oluşmuştur. SaaS gelirlerinin dağılımı incelendiğinde, PSS gelirleri yıllık %45 artışla 18,9 milyon dolar olurken, SaaS gelirlerinin içerisindeki ağırlığı %86 olmuştur. ADS gelirleri 1,1 milyon dolar ile SaaS gelirlerinden %5 ve diğer gelirler %9 pay aldı.

Hitit yönetimi, yatırımların tamamlanmasıyla SaaS içerisindeki gelir dağılımını %40 PSS, %40 ADS ve %20 diğer olarak öngörüyor. ADS'nin birim gelir katkısının yüksek olması ve potansiyel barındırması nedeniyle, SaaS içerisinde ADS'nin payını ilk etapta PSS ile eşitlemeyi ve daha sonrasında aşmasını hedeflemektedir. Tahmin projeksiyonumuzda SaaS dağılımını 2030 yılında %82 PSS, %12 ADS ve %6 diğer gelirler olarak tahmin ediyoruz. 2025 yılında yeni sözleşmelerin etkisiyle ADS gelirlerinin %85 artışla 2 milyon dolar olarak gerçekleşmesini öngörüyoruz.



## Yatırım Teması

**Havayolu perakendeciliği (airline retailing) Hitit'in işlevselliğini artırıyor.** Havaçılık sektörü, doğası gereği teknolojik yenilikler, yolcu tercihlerinde değişim ve ekonomik koşulların dinamik yapısı nedeniyle sürekli yenilenen ve gelişime açık bir sektör olarak karşımıza çıkıyor. Yıllar boyunca dönüşüm sürecinden geçen sektörde, bu hızlı dönüşümün bir parçası olarak son dönemde "Havayolu Perakendeciliği" – (Airline Retailing) çalışmaları hız kazandı.

Uluslararası Hava Taşımacılığı Birliği (IATA) öncülüğünde, endüstrinin en kritik dijital dönüşüm projesi olarak konumlandırılan "Havayolu Perakendeciliği", havayollarına ve yolculara büyük faydalar sunan devrim niteliğinde bir değişimi temsil ediyor. Bu proje, müşteriyi alışveriş, sipariş ve ödeme süreçlerinin merkezine koyarak uçak bileti satışını modernleştirmeyi amaçlıyor.

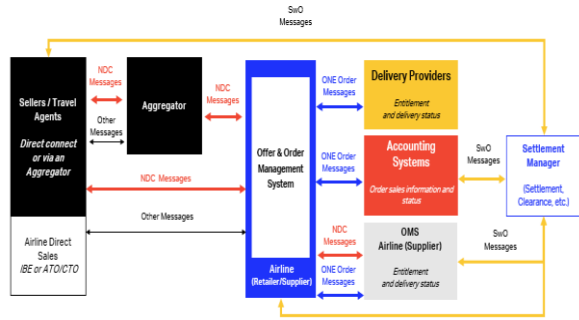
Havayolu Perakendeciliği ve buna bağlı Teklif ve Sipariş Yönetim Sistemleri (Offer & Order Management Systems - OOMS) alanlarında yoğun bir çabayla yürütülmekte olan Ar-Ge çalışmaları sayesinde Hitit, Uluslararası Hava Taşımacılığı Birliği (IATA) tarafından yayınlanan "Havayolu Perakendeciliği Olgunluk Endeksi" (Airline Retailing Maturity Index - ARMI) değerlendirme raporlarında sahip olduğu teknoloji kabiliyetleri ile en üst sıraya yükselmiş ve uluslararası tüm rakiplerini geride bırakarak dünya birincisi olmuştur. Hitit, Havayolu Perakendeciliği kapsamında sadece Teklif ve Sipariş Yönetimi değil, aynı zamanda Teslimat (Delivery) ve Finansal alanlarda da çözüm sağlayabilecek kabiliyetlere sahip, dolayısıyla sektörde az sayıda bulunan "tam kapsamlı entegre sağlayıcı" olarak ön plana çıkmaktadır.

2025 yılında Hitit, hem IATA hem de konsorsiyum ile stratejik partner sıfatıyla çalışmalarına devam etmeyi planlamakta ve bu alanda Kavram İspatı (Proof of Concept) projeleri hayata geçiren sektördeki ilk çözüm sağlayıcılar arasında yer almayı hedeflemektedir. Özetle; havayolu perakendeciliği sektörde bütün havayollarının yapmak zorunda kalacağı bir dijital dönüşüm olarak karşımıza çıkıyor. Sektörde bu dijital dönüşümün 2030 yılında devreye alınması hedefleniyor. Bu dijital dönüşüm ile sektörde tüm paydaşlar sistem değişikliğine gideceğinden dolayı pek çok havayolunun tedarikçi değiştirmek için bir fırsat olarak öngörüldüğünü söyleyebiliriz. Hitit'in mevcut rekabetçi avantajının ve teknik kabiliyetlerdeki küresel pazar liderliğinin en verimli şekilde kullanılarak potansiyel partnerler kazanabileceğini düşünüyoruz.

Grafik 11: ARMI Endeks Sıralaması



Grafik 12: Havayolu Perakendeciliği Diyagramı



Kaynak: Hitit, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri

## Yatırım Teması

**Güçlü finansal performans ve büyüme beklentileri.** Hitit, 4Ç24'te 34,2 milyon dolar net satış geliri (y/y %34) 13,7 milyon dolar FAVÖK (y/y %35) ve 8,5 milyon dolar net kar (y/y %43) açıkladı. SaaS gelirlerinin temeli olan yolcu sayıları, bir önceki yılın aynı dönemine göre %61 artış gösterdi. Bu artışın %50'si yeni kazanılanlardan, %11'i ise mevcut partnerlerin iş hacimlerindeki artış etkili oldu. Bu güçlü performansta AJet'in katkısı ise dikkat çekiciydi.

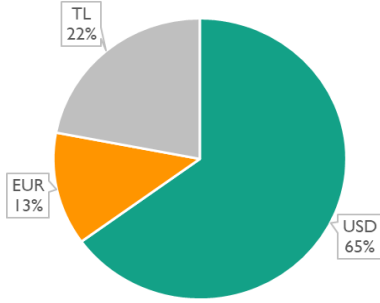
Şirketin satışlarının %78'i döviz, %22'si TL bazında; yurtdışı / yurtiçi dağılımı ise sırasıyla %65 ve %35 olarak gerçekleşti. Ayrıca maliyetlerin yaklaşık %76'sı TL oldu. Hitit'in ana gelir kalemi olan SaaS gelirlerinin 2024 yılı sonu itibariyle dağılımı; %86 PSS, %5 ADS ve %9 diğer gelirlerden oluştu. Şirketin FAVÖK marjı geçen yıla paralel olarak %40 seviyesinde gerçekleşti.

Hitit, 2024 yılında 15,4 milyon dolar Ar-Ge yatırımı ve 4,5 milyon dolar lisans, donanım ve demirbaş yatırımı yaparken, yatırım harcamalarının satışlara oranı %58 olarak gerçekleşti.

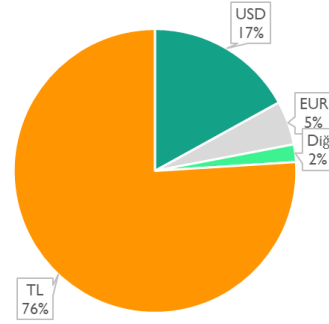
Şirketin büyüme stratejisi doğrultusunda güçlü büyüme beklentilerinin 2025 yılında da süreceğini gözlemliyoruz. Hitit, 2025 yılında; i) %33-%38 net satış geliri büyümesi, ii) %43 - %48 aralığında FAVÖK marjı, iii) %25 -%30 net kar marjı ve iv) yatırım / net satış oranını %30 - %35 aralığında olmasını öngörmektedir.

Kuveyt Türk Yatırım Araştırma olarak, Hitit'in 2025'te 46,6 milyon dolar net satış geliri (y/y %36), 18,9 milyon dolar FAVÖK (y/y %37) ve 11,1 milyon dolar net kar (y/y %31) açıklamasını bekliyoruz.

Grafik 13: Gelir Kırılımı



Grafik 14: Gider Kırılımı



Kaynak: Hitit, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri

**Temettü potansiyeli.** Şirket yönetimi, 11 Mart'ta gerçekleştirdiği analist toplantısında temettü endeksinde yer almak istediklerini ve bu süreci düzenli bir şekilde yürütmeyi amaçladıklarından bahsetti. Hitit, büyümekte olan bir şirket olduğundan, şirketin karlılık durumu, sürdürülebilirliği ve sektörel gelişmeler göz önüne alınarak 2026 yılında temettü (kar payı) dağıtımına başlanabileceği düşünülüyor.

**Riskler.** Hitit, havayolu ve seyahat teknolojileri alanında faaliyet gösteren bir yazılım şirketi olması nedeniyle hem havacılık sektörüne hem de teknoloji sektörüne yönelik riskler ile karşı karşıya kalabilir.

Havacılık ve teknoloji sektörü için riskler; i) siber güvenlik riskleri, ii) rekabet ve teknolojik gelişmeler, iii) ekonomik dalgalanmalar, iv) regülasyonlar ve hukuki riskler, v) müşteri bağımlılığı ve sözleşmesel riskler, vi) operasyonel riskler ve vii) salgın hastalıklar ile jeopolitik gelişmeler olarak sıralanabilir.





## Değerleme Özeti

Hitit'in değerlemesinde dolar bazlı indirgenmiş nakit akımları analizi (INA) yöntemini kullandık.

- 2025-2032 dönemini kapsayan projeksiyonumuz için, ADS iş kolunun katkısı, yeni partner ve mevcut partnerlerin iş hacmindeki büyümeyle net satış gelirlerinin %32,5'lik yıllık bileşik (CAGR) büyüyeceğini tahmin ediyoruz.
- Gelir büyümesi, 2023 ve 2024 yıllarında gerçekleştirilen yatırımların maliyet azaltıcı ve gelir artırıcı etkisiyle 2025-2032 arasında %33,7'lik yıllık bileşik (CAGR) FAVÖK büyümesi ön görüyoruz.
- 2024'te %40 olarak gerçekleşen FAVÖK marjının devam eden güçlü gelir büyümesi, ADS iş kolunun yüksek birim gelir katkısı, yeni partner kazanımları ve etkin maliyet yönetimi sayesinde 2032'de %43,1'e yükselmesini tahmin ediyoruz.

Hitit için 12 ay ileri hedef piyasa değerimiz 449 milyon dolardır. Bu, hisse başına 1,50 dolara denk gelmekte olup, dolar bazında yükseliş potansiyeli %26'tır.

Kuveyt Türk Yatırım Araştırma tahminlerimize göre, 2025 yıl sonu USD/TL tahminimiz 44,8 TL olup, Hitit için 12 ay ileri hedef fiyatımız hisse başına 67 TL ve yükseliş potansiyeli %49'dur.

Tablo 1: Değerleme Özet Tablosu

Değerleme Özeti (milyon dolar)		
Method	Parametre	Değerleme Sonucu
İndirgenmiş Nakit Akımları	Özsermaye Değeri	449
<b>Hedef Piyasa Değeri</b>		<b>449</b>
Ödenmiş Sermaye		300
<b>Hisse Başı Hedef Fiyat (USD)</b>		<b>1.50</b>
2025 Yıl Sonu USD/TRY		44.8
<b>Hisse Başı Hedef Fiyat (TL)</b>		<b>67.0</b>
Son Kapanış (25.03.2025)		45.1
<b>Yükseliş Potansiyeli (%)</b>		<b>49%</b>

Kaynak: Hitit, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri



## İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

2025–2032 yıllarını kapsayan dolar bazlı indirgenmiş nakit akımları analizi yönteminde, risksiz faiz oranını Türkiye'nin 10 yıllık Eurobond getirisinden yararlanarak %7,0, hisse risk primini %5,5 ve hisse betasını 0,6x olarak belirleyerek %10,3 özsermaye maliyetine ulaşıyoruz.

Borçlanma maliyeti için risksiz faiz oranı varsayımımız üzerine 100bps ek faiz uygulayıp %8'e ulaşırken, borç ağırlığını kademeli olarak artırarak 2032'de %42 olarak tahmin ediyoruz. Tahminlerimiz doğrultusunda ortalama sermaye maliyetini (WACC) 2025-2032 tahmin projeksiyonumuz için ortalama %9,4 olarak hesaplıyoruz. %3'lük uç değer büyüme oranı uyguluyoruz.

**Tablo 2: İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi**

İndirgenmiş Nakit Akımları (INA)  
milyon dolar

	2024	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
<b>Hasılat</b>	<b>34</b>	<b>47</b>	<b>64</b>	<b>86</b>	<b>115</b>	<b>152</b>	<b>200</b>	<b>260</b>	<b>335</b>
<b>Büyüme (%)</b>	34.2%	36.2%	36.3%	35.1%	33.7%	32.4%	31.6%	29.8%	29.0%
<b>Faaliyet Karı (FVOK)</b>	<b>7</b>	<b>10</b>	<b>14</b>	<b>20</b>	<b>27</b>	<b>36</b>	<b>47</b>	<b>62</b>	<b>81</b>
<b>FVOK Marjı (%)</b>	22%	22%	23%	23%	23%	24%	24%	24%	24%
<b>FAVÖK</b>	<b>14</b>	<b>19</b>	<b>26</b>	<b>36</b>	<b>48</b>	<b>64</b>	<b>85</b>	<b>111</b>	<b>144</b>
<b>FAVÖK Marjı (%)</b>	40.1%	40.5%	41.1%	41.5%	42.0%	42.3%	42.4%	42.8%	43.1%
<b>Vergi</b>	<b>-0</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>-3</b>	<b>-4</b>
<b>Yatırım Harcamaları</b>	<b>20</b>	<b>14</b>	<b>18</b>	<b>24</b>	<b>31</b>	<b>38</b>	<b>50</b>	<b>65</b>	<b>84</b>
<i>Yatırım Harcamaları / Satış</i>	58.1%	30.0%	28.0%	28.0%	27.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
<b>Net İşletme Sermayesinde Değişim</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>9</b>	<b>11</b>	<b>14</b>
<b>Serbest Nakit Akışı (FCF)</b>	<b>-9</b>	<b>2</b>	<b>4</b>	<b>6</b>	<b>10</b>	<b>17</b>	<b>23</b>	<b>31</b>	<b>42</b>
<i>SNA / Satış</i>	-27.7%	5.2%	6.7%	7.3%	8.9%	11.4%	11.6%	12.1%	12.5%
<b>AOSM</b>		<b>9.7%</b>	<b>9.6%</b>	<b>9.6%</b>	<b>9.5%</b>	<b>9.4%</b>	<b>9.3%</b>	<b>9.2%</b>	<b>9.1%</b>
İndirgeme Faktörü	1.0	1.10	1.20	1.32	1.44	1.58	1.73	1.88	2.06
<b>Bugüne indirgenmiş nakit akımı</b>		<b>2</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>7</b>	<b>11</b>	<b>13</b>	<b>17</b>	<b>20</b>
<b>Firma Değeri 2025-2030</b>	<b>79</b>								
Terminal Büyüme Oranı		3.0%							
<b>Terminal Değer</b>	<b>355</b>								
<b>Toplam Firma Değeri</b>	<b>434</b>								
- 2025T Net Borç		-15							
<b>Özsermaye Değeri</b>	<b>449</b>								

**Tablo 3: Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplaması**

AOSM Hesaplama

	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
<b>Risksiz Faiz Oranı</b>	<b>7.0%</b>	<b>7.0%</b>	<b>7.0%</b>	<b>7.0%</b>	<b>7.0%</b>	<b>7.0%</b>	<b>7.0%</b>	<b>7.0%</b>
<b>Hisse Risk Primi</b>	<b>5.5%</b>	<b>5.5%</b>	<b>5.5%</b>	<b>5.5%</b>	<b>5.5%</b>	<b>5.5%</b>	<b>5.5%</b>	<b>5.5%</b>
<b>Beta</b>	<b>0.60</b>	<b>0.60</b>	<b>0.60</b>	<b>0.60</b>	<b>0.60</b>	<b>0.60</b>	<b>0.60</b>	<b>0.60</b>
<b>Özsermaye Maliyeti</b>	<b>10.3%</b>	<b>10.3%</b>	<b>10.3%</b>	<b>10.3%</b>	<b>10.3%</b>	<b>10.3%</b>	<b>10.3%</b>	<b>10.3%</b>
<b>Borçlanma Maliyeti</b>	<b>8.0%</b>	<b>8.0%</b>	<b>8.0%</b>	<b>8.0%</b>	<b>8.0%</b>	<b>8.0%</b>	<b>8.0%</b>	<b>8.0%</b>
<b>Sermaye Ağırlığı</b>	<b>77%</b>	<b>76%</b>	<b>74%</b>	<b>71%</b>	<b>68%</b>	<b>65%</b>	<b>62%</b>	<b>58%</b>
<b>Borç Ağırlığı</b>	<b>23%</b>	<b>24%</b>	<b>26%</b>	<b>29%</b>	<b>32%</b>	<b>35%</b>	<b>38%</b>	<b>42%</b>
<b>Vergi Oranı</b>	<b>6.0%</b>	<b>6.0%</b>	<b>6.0%</b>	<b>6.0%</b>	<b>6.0%</b>	<b>6.0%</b>	<b>6.0%</b>	<b>6.0%</b>
<b>AOSM</b>	<b>9.7%</b>	<b>9.6%</b>	<b>9.6%</b>	<b>9.5%</b>	<b>9.4%</b>	<b>9.3%</b>	<b>9.2%</b>	<b>9.1%</b>

Kaynak: Hitit, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri

Tablo 4: Hassasiyet Analizi

Risksiz Faiz Oranı	Uç Değer Büyüme (%)					
	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%	4.00%	4.50%
5.50%	463	497	538	587	648	726
6.00%	438	469	505	549	602	669
6.50%	416	443	476	514	561	620
7.00%	395	420	449	483	525	576
7.50%	375	398	424	455	492	537
8.00%	358	378	402	430	463	502
8.50%	341	360	381	406	436	471

Kaynak: Hitit, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri

## Piyasa Çarpan Analizi

Hitit'i küresel havacılık yazılım şirketleri sektörüne göre karşılaştırdığımızda, tahminlerimize göre 18,5x FD/FAVÖK ve 32,1x F/K çarpanlarıyla işlem görmektedir.

Küresel benzer şirketler ortalama, 2025T 10,9x FD/FAVÖK ve 18,1x F/K çarpanlarıyla işlem görmektedir. Değerlemeye küresel benzer şirketlerin çarpanları dahil edilmemiştir.

Tablo 5: Benzer Şirket Karşılaştırması

Şirket	Piyasa Değeri milyon USD	FD/FAVÖK		F/K	
		25T	26T	25T	26T
Amadeus	35,746	14.0	12.7	22.7	20.0
Sabre	1,355	8.1	7.6	21.7	10.9
Booking Holdings	154,550	17.2	15.4	22.7	19.5
Expedia	21,989	8.1	7.4	12.3	10.5
Edreams	1,160	10.3	8.0	19.5	12.6
Hostelworld	207	7.8	6.9	9.7	8.6
<b>Ortalama</b>		<b>10.9</b>	<b>9.7</b>	<b>18.1</b>	<b>13.7</b>
<b>Hitit Bilgisayar</b>	<b>357</b>	<b>18.5</b>	<b>13.4</b>	<b>32.1</b>	<b>23.5</b>

Kaynak: Bloomberg

Hitit tahminleri projeksiyonlarımıza dayanmaktadır.



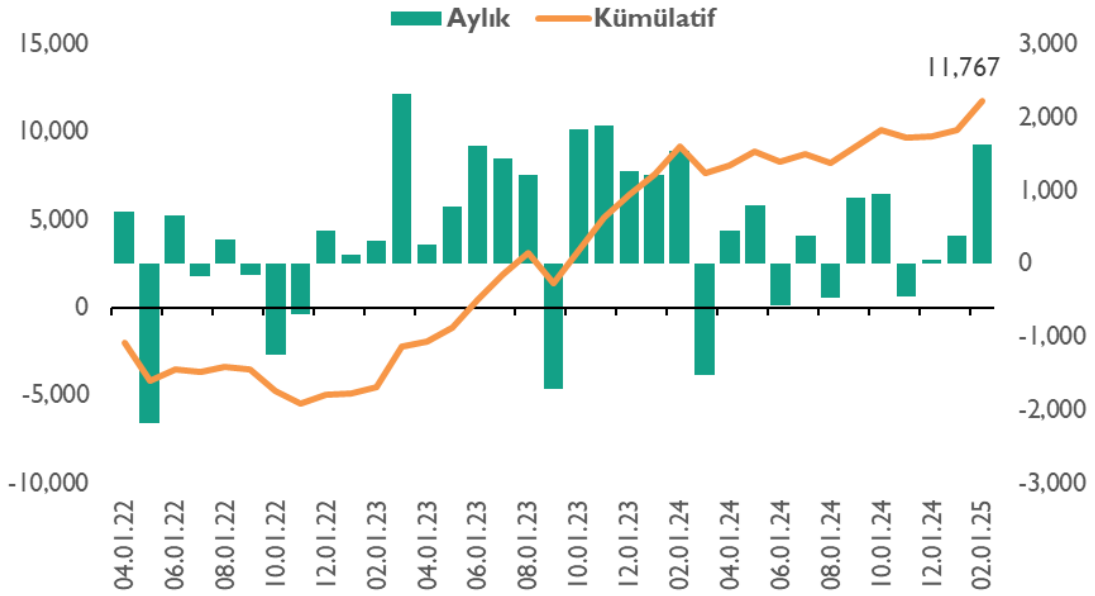
## Yabancı İşlemleri

Borsa İstanbul tarafından açıklanan aylık yabancı işlemlerini incelediğimizde, yabancı yatırımcılar 2024 yılı başından bu yana Hitit <HTTBT T1> hisse senedinde 5,35 milyon dolar alım yaptı.

Yabancı yatırımcıların 2022 yılı başından bu yana Hitit hissesinde gerçekleştirdiği işlemleri incelediğimizde, 11,8 milyon dolar alım yaptığını görmekteyiz.

Son iki aylık işlemleri incelediğimizde, yabancıların Hitit hisse senedinde 2,03 milyon dolarlık alım yaptığını hatırlatmak isteriz. Özetle; yabancı yatırımcıların Hitit hisse senedine son iki aylık süreçte ilgisi olduğunu söyleyebiliriz.

Grafik 15: Yabancı İşlemleri



Kaynak: BIST, Rasyonet, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri

**Dr. Kutay Gözgör**

Araştırma Direktörü

**Muhammet Çakmak**

Uzman

Havacılık, Sağlık, Perakende, Savunma

**Ubeyde Safvan Erbaş**

Kıdemli Uzman

Çimento, Demir – Çelik, Tekstil

**Eren Bozdoğan**

Uzman

Otomotiv, Giyim Perakende, Beyaz Eşya, Savunma

**İletişim ve Haberleşme için:**[arastirma@kuveytturkyatirim.com.tr](mailto:arastirma@kuveytturkyatirim.com.tr)**Yasal Uyarı**

Bu raporda yer alan bilgiler Kuveyt Türk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (“Kuveyt Türk Yatırım”) tarafından genel bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Burada yer alan bilgi, yorum ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde, kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir, herhangi bir yatırım aracının alım ya da satımı için öneri niteliğinde yorumlanmamalıdır. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak mali durumunuz, risk ve getiri beklentileriniz ile uyumlu olmayan yatırım kararları vermeniz beklentilerinize uygun olmayan sonuçlar doğurabilir. Burada yapılan analizlere dayanarak yapılan yatırımlar zararlı da sonuçlanabilir. Bu rapora dayanarak yapılan herhangi bir yatırımın sonucu Müşteri’ye aittir. Bu sonuçlardan dolayı Kuveyt Türk Yatırım ve çalışanları hiçbir sorumluluk üstlenmemektedir. Bu raporda yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olmakla birlikte kesinlikleri ve doğrulukları garanti edilmemektedir. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmamasından, kullanılan kaynaklardaki hata ve eksik bilgilerden dolayı doğabilecek zararlar konusunda Kuveyt Türk Yatırım ve çalışanları herhangi bir sorumluluk kabul etmez. Raporda yer alan bilgiler Kuveyt Türk Yatırım’ın yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişiler ile paylaşamaz.